

OBSTÁCULOS AO DESENVOLVIMENTO DO MERCADO BRASILEIRO DE CAPITAIS

JAMES WRIGHT LADD E
RICHMOND MILES WRIGHT

“A falta de capitais, tão velha quanto o Brasil, tem sido considerada por modernos estudiosos de nossa economia antes uma consequência da falta de mecanismos adequados de captação de poupança da coletividade, do que uma real inexistência da poupança que necessariamente constitui o ponto de partida para a formação de capital e, por conseguinte, para o desenvolvimento econômico.” — Fôlha de São Paulo, 21-IV-65.

A despeito do acentuado crescimento da economia brasileira desde a Segunda Grande Guerra, existem fortes indicações de que a formação interna de capitais e a poupança individual se têm defasado nos últimos anos. Em grande parte, essa defasagem pode ser atribuída às distorções causadas pela inflação; mas, óbices fiscais e legais ao desenvolvimento de um sadio mercado de capitais apresentam-se também como fatores dessa situação.

Em razão dessas tendências, e tendo-se em vista o ambicioso binômio das metas governamentais, no sentido do desenvolvimento econômico com a simultânea obtenção de relativa estabilidade econômica, a revisão não só da

JAMES WRIGHT LADD — Formado pela *Harvard Graduate School of Business Administration*; Diretor da *INVESCO S.A. — Investimentos, Crédito e Financiamento*; Diretor-Presidente da *Interamerican Finance Company, Ltd.*, de Nassau, Bahamas.

RICHMOND MILES WRIGHT — Formado pela *Lehigh University*; Doutorando em Economia na Faculdade de Ciências Econômicas e Administrativas da USP.

NOTA: Este artigo foi escrito para a *Revista de Administração de Empresas* e traduzido do inglês por Frediano Quilici.

Lei das Sociedades por Ações, como da legislação fiscal federal e das normas legais e regulamentares que regem as bolsas de valores mobiliários, apresenta-se no momento como de particular urgência.

A finalidade dêste artigo é examinar êsses problemas e propor um programa de reformulação, destinado a realizar os seguintes objetivos:

- remover os obstáculos legais e fiscais que impedem tanto o desenvolvimento dos mercados primário e secundário de capitais, como o crescimento da poupança individual e a formação interna de capitais;
- realizar êsse objetivo sem sacrifício, tanto quanto possível, das receitas federais, das garantias atribuídas aos acionistas pela atual Lei das Sociedades por Ações, e dos legítimos interesses dos corretores.

Realizamos um inquérito para determinar práticas correntes em vários países, relacionadas com os problemas legais e fiscais que, a nosso ver, dificultam o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil. Êsse inquérito pareceu-nos especialmente conveniente em face da natureza eclética do ordenamento jurídico brasileiro nesse setor. No Brasil os legisladores que se têm ocupado com êsse problema vêm, há muito, preferindo adotar ou adaptar idéias e experiências de outros países a forjar um sistema genuinamente brasileiro.

Uma idéia aproximada da extensão e orientação das influências passadas no desenvolvimento da legislação brasileira das sociedades por ações é indicada no Quadro 1, que especifica, por países de origem, o número de autores citados na bibliografia do livro *Sociedades por Ações*, de TRAJANO DE MIRANDA VALVERDE, autor do anteprojeto da lei atual.¹

1) Decreto-Lei n.º 2.627, de 26 de setembro de 1940.

QUADRO 1: *Fontes de Influências sobre a Lei das Sociedades por Ações*

Países	Autores citados	Países	Autores citados
Brasil	81	Bélgica	8
França	66	Espanha	3
Itália	53	Estados Unidos da América	3
Alemanha	23	Inglaterra	2
Suíça	9	Argentina	2
Portugal	9	Cuba	1
Total 260			

Assim, a maneira adequada de tratar o problema da reforma dessa lei pareceu ser a obtenção, em base sistemática, de informações relevantes dos vários países que, de u'a maneira ou de outra, influenciaram a orientação do pensamento do legislador brasileiro. Pela falta de uma fonte imediata de informações, êsse projeto foi realizado para obter dados a respeito de problemas específicos, com a finalidade não só de comparação como de possível aplicação à estrutura legal brasileira. O "questionário sobre emissão de ações a preços acima do valor nominal", apresentado no Anexo 1, foi remetido em outubro de 1960 para advogados e instituições financeiras de 14 nações da América e da Europa, e as respostas foram recebidas durante o ano de 1961.²

CONSIDERAÇÕES ECONÔMICAS

O Governo Revolucionário, ao assumir o poder em abril de 1964, teve de enfrentar dois importantes problemas econômicos: o ritmo crescente da taxa de inflação e a dimi-

2) Êste artigo se baseia num relatório escrito em 1963 por JAMES WRIGHT LADD para o Professor DAN THROOP SMITH, da *Harvard Graduate School of Business Administration*. O questionário foi elaborado com a assistência do advogado WILLIAM EMBRY e do analista financeiro WLADIMIR JEDENOV, ambos do Rio de Janeiro. O relatório original foi revisado e atualizado por RICHMOND MILES WRIGHT e JAMES WRIGHT LADD.

nuição do índice de desenvolvimento. A inflação, que havia variado de 10 a 30% durante a maior parte da década de 1950, começou a acelerar-se: sua taxa anual de 29%, em 1960, elevou-se a 37% em 1961, a 52% em 1962 e finalmente a 73% em 1963. Ao mesmo tempo, o índice de crescimento havia caído de uma estimativa de 7,7% em 1961 para 2% em 1963 (a renda *per capita* efetivamente decresceu nesse ano).

Os dois principais objetivos econômicos — menor inflação e maior desenvolvimento — colocou o Governo em ingrato dilema econômico. Até certo ponto, os objetivos eram conflitantes, porque a restrição de crédito, necessária para combater a inflação, retardaria a expansão econômica. Diante da inadequação do mercado de capitais e dos efeitos de determinadas medidas fiscais, tanto as empresas privadas como o próprio Governo haviam-se tornado dependentes da expansão inflacionária de crédito para financiar mesmo as despesas operacionais normais.

É clara a solução para o dilema: o processo de poupança voluntária deverá substituir o processo forçado de poupança feito através da inflação. O que não é muito claro é como isso poderá ser conseguido numa economia habituada ao crédito inflacionário, sem criar sérias anomalias econômicas.

Foi com a idéia de substituição que o Governo emitiu 700 bilhões de cruzeiros em obrigações reajustáveis do Tesouro para cobrir parte do *deficit* orçamentário. O fato de que essa emissão não conseguiu até agora atrair a preferência do investidor, a despeito de apresentar características aparentemente atrativas, acentua a dificuldade da tarefa a ser realizada.

Para aumentar o investimento e a formação de capitais o Governo orientou-se no sentido de uma política de atração do capital estrangeiro, através de reformas fiscais e de acordos internacionais. Não obstante, se o Brasil deseja reconquistar novamente o ritmo de desenvolvimento necessário para atender às crescentes aspirações populares

e à rápida expansão populacional, a maior parcela do esforço de crescimento deverá ser empreendida pela empresa privada brasileira. Nem o Governo, nem os investidores estrangeiros poderão suprir essas necessidades de investimentos sem pôr em perigo a liberdade econômica da Nação.

Como, então, irá o setor econômico privado realizar sua função no processo de desenvolvimento econômico? Ou, melhor: como será possível financiar a necessária formação de capitais, sem a criação de pressões inflacionárias?

Maior reinvestimento de lucros é, na melhor das hipóteses, solução muito parcial. Não se sabe, ao certo, quanto de lucro real (em oposição ao fictício, criado pela inflação) têm as empresas em disponibilidade, especialmente depois das recentes alterações tributárias.

Mesmo que os lucros reais fôssem de montante apreciável, seu reinvestimento não poderia constituir solução adequada para as necessidades das indústrias novas ou em rápida expansão. A tributação sobre os dividendos é, certamente, tentativa para encorajar o reinvestimento, mas é arma de dois gumes: ao desencorajar o pequeno investidor que necessita de rendimentos, dificulta a democratização do capital.

Em face do aumento efetivo de impostos, da restrição da expansão do crédito e do tamanho crescente dos empreendimentos econômicos, no presente estágio do desenvolvimento a empresa privada necessita captar do público grande volume de recursos adicionais, se deseja expandir-se a um ritmo satisfatório. Esses recursos deverão ser captados de um público de renda *per capita* constante ou mesmo decrescente, e em concorrência com o Governo, que também está procurando captar recursos voluntários adicionais.

As empresas privadas terão de empreender esforço pioneiro para implantar a "novidade" do investimento em ações por parte do público; mas, para que esses esforços sejam bem sucedidos o Governo terá de realizar reformas legais e fiscais. Uma análise do mercado de ações e das prin-

cipais instituições financeiras intermediárias indica sérios “pontos de estrangulamento” no funcionamento atual do mecanismo de poupanças e investimentos.

OS BANCOS DE INVESTIMENTOS E O MERCADO DE AÇÕES

A função do banco de investimentos no desenvolvimento de um mercado de capitais é canalizar a poupança pessoal e a institucional para os empreendimentos produtivos, contribuindo dessa maneira para o aumento da taxa de investimentos e do desenvolvimento econômico.

Na Europa essa função é exercida, em grande parte, pelos bancos comerciais; no Brasil, desde 1945,³ bem como nos EUA, a lei reserva campos distintos de atividades aos bancos comerciais e aos bancos de investimentos.

Embora em 1958 cêrca de 57 companhias⁴ tenham sido autorizadas a efetuar operações de crédito a médio e a longo prazo, e a operar no mercado de investimentos em títulos, sômente poucas tentaram operações de subscrição de títulos para revenda (*underwriting*) e distribuição pública de ações. E, como as obrigações a longo prazo ou debêntures estavam completamente desacreditadas por causa da inflação, essas emprêsas encontraram sérias dificuldades.

Para as emprêsas que se dedicaram às operações de *underwriting* algumas das dificuldades mais sérias eram representadas por obstáculos legais e fiscais que serão examinados no próximo tópico. Outras eram as seguintes: falta de confiança do público nas sociedades anônimas, em razão da prática difundida da evasão de lucros; sonegação fiscal; inadequada auditoria externa; falta de liquidez para os papéis negociados em bolsa; longo passado de instabilidade monetária; preferência tradicional do investidor por

3) J. T. NABUCO e I. ZANOTTI, *A Statement of the Laws of Brazil in Matters Affecting Business*, Washington: Pan American Union, 1961, págs. 207 a 210.

4) *Correio da Manhã*, Rio de Janeiro, edição de 3 de maio de 1959.

aplicações em imóveis, ouro ou moedas estrangeiras; e o estágio primitivo do desenvolvimento da economia industrial, bem como a baixa taxa de poupança pessoal.

A combinação desses fatores relegou a função dos bancos de investimentos a um papel secundário no processo de formação de capitais. De 1951 a 1955, por exemplo, estimou-se que as novas emissões colocadas no mercado pelas companhias de investimentos representaram somente cerca de 3% do total das novas emissões de capital das sociedades anônimas.⁵ Se bem que seis companhias de investimentos estivessem operando, somente três delas realizaram volume apreciável de negócios: a *Deltec*, a *Interamericana* (IBEC) e o *Consórcio Brasileiro de Investimentos*.

De 1956 a 1960, a despeito de alguns sucessos apreciáveis — por exemplo, cerca de 12 milhões de dólares em ações ordinárias da *Willys-Overland* foram vendidas a 40.000 investidores particulares, num período de três anos —, é duvidoso que tenha aumentado a participação das companhias de investimentos nas novas emissões. O grupo IBEC desencorajou-se com as novas emissões e, depois de um ano de inatividade, reorganizou-se sob o nome de *Crescincinco*, a primeira tentativa de organização de um fundo de investimentos na América Latina. E não se organizou nenhuma nova instituição de importância para operar em *underwriting*. Esse foi um período de grandes entradas de investimentos diretos estrangeiros sob condições governamentais favoráveis;⁶ e os grupos locais continuaram a financiar particularmente a maioria de seus empreendimentos.

Em 1964 bem mais de 100 companhias foram autorizadas pela SUMOC a realizar operações de investimento, crédito e financiamento. Entretanto, dada a conjugação de uma inflação galopante com a incerteza contínua nos campos político e econômico, a grande maioria dessas companhias

5) *Investimentos e Holdings*, São Paulo: Editôra Banas S. A., 1956, pág. 5.

6) L. GORDON e E. GROMMERS, "U. S. Manufacturing Investment in Brazil", *Division of Research, Harvard Business School*, 1961 (descrição dos incentivos e medida do influxo do capital estrangeiro).

passaram a realizar exclusivamente operações de crédito a curto prazo (de 6 a 9 meses). A letra de câmbio tornou-se um instrumento básico de legitimação de negócios financeiros, utilizada tanto pelo Governo (através do *Banco do Brasil*), como pelas empresas privadas. A ADECIF — Associação dos Diretores das Companhias de Crédito, Financiamento e Investimento, do Rio de Janeiro, calculou que o volume total do financiamento para o setor privado em 1964 havia atingido a elevada importância de 260 bilhões de cruzeiros, a maioria em letras a seis meses.

Nenhuma das mais importantes companhias de investimentos estava operando em *underwriting*. Uma tentativa por parte de seis principais companhias de investimentos, membros da ADECIF, de organizar um consórcio para um pequeno lançamento de ações redundou em relativo fracasso. Embora algum trabalho tenha sido realizado pela ADECIF para criar um mercado de ações fora de bolsa (*over-the-counter*), que poderia constituir base para futuro esforço de *underwriting*, esse mercado é ainda insignificante.

Seu desenvolvimento é dificultado por leis entre si conflitantes, reguladoras, umas, da função das companhias de investimentos; outras, da atividade dos corretores oficiais. Não obstante, a estrutura fiscal e certos aspectos da Lei das Sociedades por Ações, em conjunto com a inflação, constituem as principais barreiras ao desenvolvimento de um sólido e equilibrado mercado de capitais a longo e a médio prazo.

OBSTÁCULOS FISCAIS E LEGAIS AO LANÇAMENTO DE NOVAS EMISSÕES

1. Tributação do ágio na venda de ações

A jurisprudência brasileira tem interpretado como lucro tributável a diferença a mais entre o preço de venda de novos lançamentos de ações e o valor nominal, na alegação de que esse ágio "melhora a situação econômica e finan-

ceira da sociedade contribuinte", constituindo-se assim uma forma de lucro.⁷

Essa interpretação dada pelo *Supremo Tribunal Federal* em 1937 tem sido acatada, desde então, pelos conselhos de contribuintes. Em 1955, porém, brilhante parecer do Prof. ALIOMAR BALEEIRO pôs em dúvida o fundamento lógico da interpretação jurisprudencial.⁸ O Prof. BALEEIRO cita nada menos do que oito autores brasileiros e vinte e dois estrangeiros em apoio de seu argumento de que os recursos provenientes de ágio representam novas contribuições de capital e não lucros (sejam gerados na empresa, gratuitos ou outros).

O debate remonta ao ano de 1895, na Itália, na Alemanha e na Áustria; hoje, em quase todo o Ocidente, com exceção de uns poucos países latino-americanos, parece ser questão resolvida. Assim, como se observa no Anexo 2, em resposta à pergunta 2-c, todos os seis países europeus ali relacionados, mais a Inglaterra, os Estados Unidos da América, a Argentina e o Panamá, concordam em que o ágio não é lucro normal e não deveria ser tributado. A Colômbia estava em fase de alterar sua legislação em 1961, e a resposta indica que o respectivo dispositivo estava, então, sendo revisto. Dos demais países onde foi realizado o inquérito, somente o Chile, a Venezuela e o Brasil tributam o ágio como lucro proveniente de venda de novas emissões de ações.

Talvez se verifique, num exame retrospectivo, que nenhum outro impôsto teve efeito deletério mais importante sobre o desenvolvimento do mercado de novos lançamentos de ações. Em virtude desse dispositivo fiscal, as companhias mais eficientes, com lucratividade comprovada, isto é, aquelas companhias que mais deveriam merecer a confiança do investidor, estão seriamente limitadas quanto à obtenção de novos capitais através de lançamentos públicos.

7) H. J. GUMPPEL e R. GOMES DE SOUZA, "Taxation in Brazil", *Kendall House*, 1957, págs. 7/1.1 e 7/5.3.

8) *Revista Forense*, 1956, vol. 166, págs. 99 a 104.

Companhias de valor comprovado como “empresas em funcionamento” (*going concern worth*), cujas ações estão sendo cotadas a preços várias vezes acima do valor nominal (situação comum no Brasil), deverão diluir o patrimônio líquido na mesma proporção para levantar novos capitais. Por exemplo, uma empresa com o capital de um bilhão de cruzeiros (um milhão de ações com o valor nominal unitário de Cr\$ 1.000), cujas ações estejam sendo cotadas a Cr\$ 5.000 cada uma, deverá emitir 500 mil ações para levantar 500 milhões de cruzeiros adicionais, com a diluição de 50% do patrimônio líquido.

Se a mesma empresa pudesse lançar ações aos preços de mercado, bastaria a diluição de 10% (100 mil ações) para conseguir os novos capitais desejados. Até certo ponto, os antigos acionistas estarão protegidos, uma vez que têm o direito de preferência para subscrever o novo aumento de capital, garantido por lei. (*Vide Anexo 2, pergunta 1.*)

Além disso, no Brasil não há tributação à pessoa física sobre ganhos de capital (*capital gains*). Contudo, se os acionistas não estiverem em condições para participar do aumento de capital, ou não o desejarem, poderão vender os direitos de preferência, num tipo de mercado que, conquanto ativo para as melhores companhias, poucas vezes reflete fielmente o valor teórico das ações. O fraco mercado de direitos tende a fazer cair o valor das ações em circulação, daí resultando importante perda do valor patrimonial da empresa, se calculada aos preços de mercado.

Quanto aos interesses da empresa que necessite de novos capitais, o mecanismo para aumento do capital é igualmente ineficiente. A parte do leão dos novos aumentos de capital é usufruída pelos antigos acionistas através do mercado de direitos, limitado às principais bolsas do país (Rio de Janeiro e São Paulo), e pelos investidores mais sofisticados, entre os quais se concentra a propriedade das ações. Há pouca possibilidade de captar poupanças novas ou potenciais nas capitais menores ou no interior do País.

O banco de investimentos é, assim, afastado do mercado de novas emissões das empresas mais eficientes, estando, conseqüentemente, impossibilitado de realizar sua função econômica básica. Essa conclusão pode ser verificada facilmente através de um exame dos tipos de empresas para as quais tanto a *Deltec* como a *Interamericana* realizaram operações de *underwriting* durante o decênio de 1950. Invariavelmente, essas companhias, ou eram novas no Brasil (*Mannesmann, Squibb, Dunlop, Pneus General, Redimix, Willys, Vemaq, Ducal etc.*) ou eram empresas marginais, como as de energia elétrica.⁹ O denominador comum de todas essas emissões era que estavam sendo cotadas pelo valor nominal, ou por menos, ao tempo do lançamento. O impacto sobre o mercado de ações de empresas novas, embora de valor, que por vários anos não poderiam apresentar lucros razoáveis, pode muito bem ser imaginado.

A *Interamericana* viu o preço de mercado de todas as cinco primeiras ações acima indicadas cair bem abaixo do valor nominal, logo após o lançamento. Os preços permaneceram fracos, por vários anos, até que as operações se tornaram manifestamente lucrativas. Diante dessas condições, novos lançamentos tornaram-se cada vez mais difíceis de colocação. A *Interamericana*, assim, reorganizou-se para formar o fundo de investimentos *Crescinco*, como já foi dito.

De 1956 até 1960 a *Deltec* foi capaz de realizar, com bons resultados, operações de *underwriting* e de distribuição de ações, graças, em grande parte, às condições altamente vantajosas sob as quais a indústria automobilística se instalou. Essas companhias puderam, por exemplo, importar carros completamente desmontados, montando-os e vendendo-os aos altos preços de mercado, enquanto estavam ainda construindo suas instalações fabris. Puderam, as-

9) Essas empresas foram prejudicadas por adversa política tarifária, desde 1930. Para demonstração do impacto desastroso dessa política sobre o patrimônio dos acionistas vide "*Comparison of Investment Results of Public Utility and Industrial Companies*", 1948/1958, por *Deltec S. A.*

sim, apresentar bons resultados desde o comêço, o que naturalmente tornou suas ações mais fáceis de negociar.

O desenvolvimento de um sólido mercado brasileiro de novas emissões seria grandemente aumentado pela alteração dessa perniciosa e desnecessária disposição tributária. Modificação como essa não provocaria redução das receitas federais, porque o único efeito desse dispositivo é impedir as emprêsas de fazerem lançamentos acima do valor nominal. Em face da copiosa doutrina jurídica citada em favor dessa modificação e da comprovada viabilidade do conceito de "capital resultante de ágios" dos mercados mais desenvolvidos, rápida poderia ser a solução.

2. *O problema do deságio das lêtras*

Os frágeis fundamentos do mercado de novas emissões foram dramaticamente abalados em março de 1961, quando o Govêrno, a fim de levantar recursos para o financiamento de medidas de estabilização, criou lêtras de importação, a 150 dias, que poderiam ser negociadas no mercado com deságio.

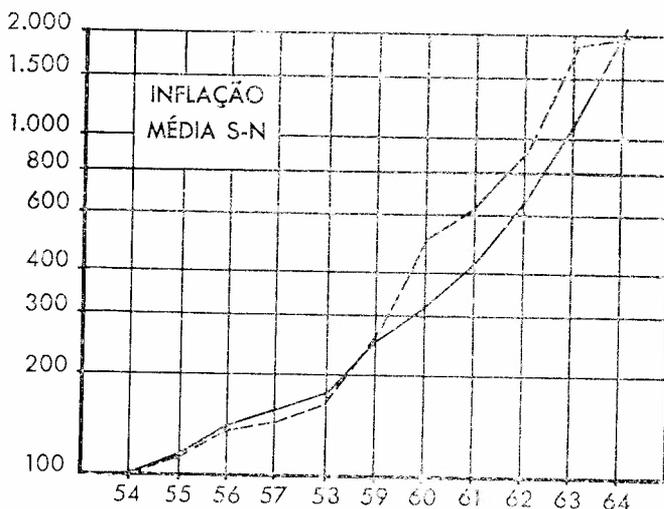
Ao mesmo tempo, as companhias de financiamento começaram a emitir lêtras de câmbio nas mesmas condições, a fim de levantar recursos destinados ao financiamento de emprêsas industriais e comerciais. As taxas de juros elevaram-se enormemente e essas lêtras estavam sendo negociadas com deságios que possibilitavam um rendimento de 27 a 39% ao ano.¹⁰ Não existe no Brasil tributação sôbre ganhos de capital da pessoa física, e essa diferença entre o preço pago e o valor nominal era qualificada como ganhos de capital.

Essas inovações provocaram sérias distorções no mercado financeiro. A medida que se elevavam as taxas de juros, a procura das lêtras aumentava, deixando o mercado de ações fraco e sem interêsse. O Gráfico 1 mostra que as cotações diminuíram 5%, em têrmos reais, em 1961, se

10) *Conjuntura Econômica*, edição internacional, fev. 1962, pág. 64.

comparadas às expressivas altas verificadas em anos anteriores. A procura para novas emissões de ações foi virtualmente eliminada; o volume da *Deltec*, por exemplo, caiu cerca de 80%, impondo a reorganização da empresa. Os poucos *underwritings* existentes foram, igualmente, obrigados a orientar-se para outros negócios.

GRÁFICO 1: Valor das Ações
(Porcentagem de mudanças em termos reais)



FONTE: *Conjuntura Econômica*.

NOTA: Média S-N deflacionada pelo índice geral de preços.

Esses resultados podem, em grande parte, ser atribuídos à isenção fiscal da renda proveniente do deságio, que tornou tão atrativas aos investidores as letras a curto prazo. O tratamento desse deságio como ganhos de capital parece evidente brecha, dada a facilidade com que o deságio pode ser criado, inteiramente independente de considerações quanto ao período de tempo envolvido (curto prazo *versus* longo prazo) ou a natureza do rendimento.

A Argentina, que teve de enfrentar idênticos problemas com seu programa de estabilização, prontamente aboliu

essa fonte de rendimentos não tributáveis, sem interferir na isenção dispensada aos ganhos de capital comuns. O Brasil logo seguiu o exemplo, passando a aplicar um imposto de 15% sobre o deságio de letras ao portador.

Embora essa taxa seja igual à aplicada sobre dividendos das ações ao portador, com identificação do proprietário, ao passo que de 60% é a taxa aplicada sobre os dividendos das ações não identificadas, parece haver certa discriminação fiscal contra as emissões de capital das sociedades anônimas. Como o anonimato é procurado pela maioria dos investidores, a adequada taxa de imposto a ser aplicada aos instrumentos de crédito (letras) *versus* ações é um problema calorosamente debatido.

Parte da confusão que esse debate ocasionou poderia ser eliminada se os dois problemas — o da natureza discriminatória da estrutura fiscal e o da tentativa parcial para acabar com o anonimato — fossem claramente separados. Essa discriminação tem sido o grande fator de desalento ao mercado de ações: não parece ter fundamento e opõe-se à finalidade das tentativas governamentais de encorajar a democratização do capital e o crescimento do mercado de ações.

A tentativa de acabar com o anonimato pode ser muito bem intencionada, mas parece inoportuna em se considerando as necessidades brasileiras de capitais e a procura do anonimato por parte da maioria dos investidores. Isso, entretanto, é questão de julgamento e de política geral, que está fora das finalidades de análise deste artigo.

3. *Direitos de preferência — capital autorizado versus capital subscrito*

Menos controversas, porém igualmente complicadas, são as questões dos direitos de preferência do acionista para subscrever os novos aumentos de capital na proporção das ações que possuir, e do ágio na venda de novas emissões de ações.

Simplemente formulado, o problema está em — sem prejuízo dos direitos básicos dos acionistas — permitir às companhias flexibilidade de planejamento através da manutenção de ações em estoque para serem vendidas por ocasião de futuras necessidades de capitais. No Brasil, bem como na maioria dos países europeus, a legislação das sociedades por ações é bastante rigorosa na interpretação dos direitos dos acionistas e na adoção de medidas destinadas a proteger seus interesses.

Os receios dos legisladores brasileiros estão, sem dúvida, bem fundamentados, levando-se em conta o clima moral prevalente: são grandes os riscos morais que acompanham um sistema de disseminação da propriedade de ações, como o tem demonstrado a experiência de tôdas as nações com mercado de ações desenvolvido. É questionável, todavia, que a Lei das Sociedades por Ações seja adequada primeira linha de defesa dos direitos dos acionistas minoritários. No Brasil os direitos de preferência para subscrever novos aumentos de capital são, em verdade, de pouca eficácia contra os artifícios de engenhosos ou inescrupulosos administradores que “sugam” as empresas de várias maneiras e com relativa impunidade.

Um aperfeiçoado sistema fiscal, por um lado, e a obrigatoriedade de revelação completa de informações financeiras, com severas penas contra os abusos fraudulentos, por outro, são provavelmente as únicas garantias efetivas que os acionistas minoritários possam ter. Legislação e fiscalização do cumprimento da lei, em ambos êsses pontos, parecem ser os requisitos condicionantes do desenvolvimento de um sadio mercado nacional de capitais. E, a nosso ver, alguns dos dispositivos da atual Lei das Sociedades por Ações restringem a prática de técnicas financeiras perfeitamente úteis e eqüitativas.

A legislação atual exige unanimidade para os efeitos de desistência quanto aos direitos de preferência, e também que 10% do valor das ações adquiridas sejam pagos por ocasião da “subscrição” estabelecida pela assembléia ex-

traordinária que tenha autorizado o aumento de capital;¹¹ a sociedade tem cinco dias para depositar essa quantia num banco. A unanimidade dos acionistas exigida pela lei torna quase impraticável para companhias com mais de alguns poucos acionistas a obtenção dessa desistência; e os 10% de pagamento tornam o conceito do “capital autorizado mas não subscrito” complicado e dispendioso quando são considerados longos períodos de tempo.

A renúncia ao direito de preferência não prejudicará a participação do acionista, se as novas emissões forem oferecidas a preços justos de mercado, prática habitual tanto na Europa como nos Estados Unidos da América, mas não na América Latina, com exceção da Colômbia, como se pode verificar pelas respostas à pergunta 2-b do Anexo 2.

Se o preço de mercado houver superado o valor pago pelo antigo acionista, o novo acionista deverá pagar êsse ágio para participar nos futuros lucros da empresa; e, supondo-se que a administração invista devidamente os novos recursos, o patrimônio líquido da empresa aumentará na proporção do aumento do número de ações em circulação.

Se o preço de mercado houver caído em termos reais, o antigo acionista terá sofrido prejuízo através da diluição do patrimônio líquido; mas, essa perda não terá sido ocasionada pelo novo aumento de capital, e sim por condições econômicas adversas ou por infelizes decisões da administração.

Se um novo lançamento fôr oferecido, o antigo acionista poderá aumentar sua participação na empresa comprando ações dêsse lançamento a preços reduzidos de mercado, assim como poderia comprar mais ações antigas em circulação no mercado.

O capital autorizado a mais do que o subscrito reflete confiança na administração para utilizar essa diferença com prudência. É êste um conceito importante, e certamente pode-se realizar diligências para criar condições

11) NABUCO e ZANOTTI, *op. cit.*, pág. 102.

favoráveis à sua aceitação. Para as empresas, exceto os fundos de investimentos, a possibilidade de dispor de um reservatório de capital autorizado mas não subscrito é útil por duas razões principais:

- Faculta-lhes o levantamento de novos capitais no mercado, rápida e eficientemente, mediante emissão de ações referentes a já autorizado aumento de capital sem passar pelo trabalhoso e demorado processo de convocação de assembléia extraordinária para conseguir a autorização.
- Proporciona-lhes o emprêgo de debêntures conversíveis, que reúnem as características importantes tanto de instrumento de crédito, como de ação de sociedade anônima, muito embora seja necessária autorização da assembléia para que tais títulos sejam emitidos. Ademais, para que se possam satisfazer as futuras necessidades de conversões deverão existir “ações em estoque” protegidas contra diluições que resultem ou de reduções do seu valor nominal — *stock splits* — ou de dividendos pagos em ações.

Experiência recente de *Kidder, Peabody & Co.* (entre outras empresas de Nova Iorque que se dedicam ao *underwriting*) indicou tanto na Venezuela e no México, como no Japão, que a debênture conversível constitui instrumento valioso para as nações em desenvolvimento conseguirem condições de financiamento nos mercados internacionais de capitais, que de outra forma seriam impossíveis.¹²

12) ● *Venezuela: La Financiadora Nacional S. A.*, Bs. 7.000.000, 7 ½% notas conversíveis, emitidas em setembro de 1956, com vencimento para 1.º de setembro de 1966. (FONTE: *Subordinated Note Agreement*, 18 de setembro, 1956.)

● *México*: US\$ 5.000.000 de debêntures conversíveis, a serem emitidas por importante indústria mexicana, em estudo há um ano. Emissão e venda final dependem de modificações de dispositivos legais que restringem a criação de ações “autorizadas mas não subscritas” — problema idêntico ao brasileiro descrito. (FONTE: conversa com J. FRANKLIN COOK, sócio da firma KIDDER, Peabody and Co., em agosto de 1962.)

● *Japão: Shin Mitsubishi — Indústrias Pesadas*, US\$ 10.000.000, debêntures conversíveis, com vencimento para 30 de setembro de 1977 (FONTE: prospecto preliminar, de 20 de julho de 1962.)

Exemplo interessante da anômala situação da sociedade anônima brasileira com respeito aos direitos de preferência e ao problema do ágio na venda de ações é fornecido pela experiência dos fundos de investimentos. Na verdade, um fundo de investimento para operar com eficiência deve estar em condições de emitir continuamente novas ações, à medida que novas vendas sejam realizadas.

Em meados da década de 1950/60 a *Deltec* tentou, primeiro, a forma legal de sociedade anônima, organizando a *Valéria S. A.* Depois, vendida a primeira e pequena emissão, não mais havendo ações disponíveis para venda, impunha-se a realização de uma assembléia extraordinária para que fôsse autorizado um aumento de capital. O processo foi tão difícil e confuso — em parte, talvez, pela novidade do conceito de fundo de investimentos — que depois da segunda experiência pareceu mais fácil organizar nova companhia.

Esse procedimento foi repetido até que passaram a existir cinco *Valérias* em operação, cada qual bem pequena, com livros legais e “portfólios” próprios. Para aumentar ainda mais a confusão, tôdas eram mais ou menos representadas pelas mesmas ações (era pequena no mercado a quantidade de ações disponíveis para compra), mas apresentavam resultados divergentes em razão das épocas em que as compras foram efetuadas. A experiência com as *Valérias* foi custosa e complicada, e pouco contribuiu para aumentar a idéia do investimento em ações no estágio incipiente do mercado brasileiro de capitais.

O *Fundo Crescinco* deve sua origem, dois anos depois, ao engenho do advogado que recomendou a forma de condomínio, usualmente empregada nas incorporações imobiliárias. Conseguiu-se um dispositivo fiscal favorável que estabeleceu que 90% da renda do condomínio fôsse distribuída ou reinvestida em troca de novas cotas de participação (as primitivas “fundos” da *Deltec*, as *Valérias*, não conseguiram tratamento fiscal favorável) e, assim, o *Fundo Crescinco*, que é verdadeiramente aberto (*open-end*), está em funcionamento. A *Deltec*, também, utilizou em

1961 a forma de condomínio quando organizou outro fundo, o *Condomínio Deltec*. Adiante examinaremos, mais minuciosamente, o impacto dos fundos de investimento no mercado de ações.

Embora os fundos de investimentos possam escapar de algumas das disposições mais restritivas da Lei das Sociedades por Ações, a grande maioria das empresas está presa a elas. A meta desejável seria a eliminação dos direitos de preferência e a completa aceitação do conceito de “capital autorizado mas não subscrito”, sem os requisitos do pagamento dos 10%. Como medida intermediária, seria oportuno para o Brasil seguir a esse respeito o exemplo da Itália ou o da Alemanha. Como mostra o Anexo 2 (pergunta 1), esses países permitem a renúncia ao direito de preferência com maioria de 50 ou 75%, respectivamente, das ações com direito a voto.

4. *Opção para compra de ações versus partes beneficiárias*

A opção para compra de ações¹³ também não é possível no Brasil, em razão principalmente da impossibilidade da criação de “capital autorizado mas não subscrito”. Em lugar disso, existe um sistema de certificados de participação nos lucros, até o limite de 10%, denominados “partes beneficiárias” ou “partes de fundador”.¹⁴

O uso irrestrito da opção para compra de ações (mesmo do tipo “restrito”), conquanto de mérito discutível, parece apresentar duas vantagens sobre as partes beneficiárias, como presentemente existem no Brasil:

- A opção para compra de ações pode ser usada para compensar e incentivar um novo grupo administrativo, mesmo numa sociedade anônima antiga; as partes beneficiárias, ao contrário, estão limitadas a uma *única* emis-

13) *Nota do tradutor* — A opção para compra de ações (*stock option*) consiste na concessão, por tempo determinado, de opção aos administradores para compra de ações da empresa, a preços inferiores ao valor de mercado ao tempo em que a opção é concedida.

14) NABUCO e ZANOTTI, *op. cit.*, pág. 37.

são e para seu resgate são previstas providências especiais. Isso significa que uma sociedade anônima brasileira pode “envelhecer” com seus antigos donos, não lhe sendo efetivamente possível atrair, para continuarem e expandirem o negócio, os administradores da nova geração.

● A segunda vantagem da opção para compra de ações relaciona-se com a natureza do interesse ligado à propriedade. Desde que a parte beneficiária deve ser resgatada, não podendo, portanto, passar de uma geração para a seguinte, existe importante diferença entre a propriedade ligada à posse de ações e o interesse ligado à participação nos lucros.

O que, entretanto, parece mais importante são as restrições sobre o emprêgo repetido das partes beneficiárias para finalidades de incentivo à administração. A êsse respeito, a legislação brasileira poderia ser alterada no sentido de um tratamento mais flexível. Por exemplo, parece razoável e útil a permissão de emissões repetidas de partes beneficiárias, com nova emissão, digamos, a cada intervalo de vinte anos; as emissões posteriores poderiam ser limitadas a uma participação de, no máximo, 5% dos lucros, não podendo constituírem-se favorecidos dessas novas emissões antigos detentores ou pessoas que não estivessem empregadas na empresa.

Êsse plano deixaria ainda por resolver o problema do “capital autorizado mas não subscrito”. A aplicação desse conceito às partes beneficiárias seria útil, pois proporcionaria aos diretores ou à administração flexibilidade maior na procura e retribuição de novos e capazes administradores. Mas, como se dá com a emissão de ações, parece que o emprêgo extensivo desse conceito está condicionado à criação de um fundamento mais sólido de confiança do acionista na administração.

Note-se que a prevalência no Brasil de ações ao portador não aumentaria os riscos do “capital autorizado mas não subscrito”, por força do dispositivo legal que estabelece

que tôdas as ações terão a forma nominativa até que sejam integralizadas.¹⁵

5. *Impôsto sôbre o patrimônio e formação de capitais*

A taxa de formação de capitais (que, como vimos, parece estar diminuindo no Brasil) dependerá, em grande parte, da capacidade do mercado de capitais para atrair poupanças (um processo criativo) e canalizá-las a empreendimentos produtivos. Essa capacidade, por sua vez, está em função da lucratividade das empresas, depois de pagos os impostos.

Embora no presente estágio do desenvolvimento brasileiro pareça razoável a taxa nominal de 28% de impôsto de renda, outros impostos e taxas, mais as distorções causadas pela inflação, aumentam consideravelmente a carga tributária efetiva. O Governo Revolucionário muito tem feito para melhorar a estrutura tributária e eliminar as distorções causadas pelo elevado índice de inflação. Enquanto a taxa nominal do impôsto de renda aumentou de 23 para 28% e não mais se permitiu o tratamento dêsse impôsto como despesa, foi diminuído o impôsto sôbre a reavaliação do ativo fixo (um tributo sôbre o patrimônio) e foi permitida a reavaliação do ativo circulante para finalidades do impôsto adicional de renda (ex-lucros extraordinários). Não obstante, há ainda muito que melhorar.

Uma análise da atual lei do impôsto de renda indica que continua em vigor um impôsto sôbre o patrimônio e que os impostos efetivos sôbre os lucros reais são um tanto elevados. A taxa do impôsto sôbre o patrimônio, como se pode observar no Gráfico 2, depende do índice de inflação e da porcentagem do capital investido em ativos fixos. O impôsto aumenta com o aumento da inflação e diminui com o aumento porcentual do ativo fixo. Êsse fenômeno, que era mais acentuado sob a estrutura fiscal anterior, pode muito bem ser uma das razões pelas quais as companhias procuram tomar emprestado em vez de atrair novos capitais permanentes.

15) *Idem, ibidem*, pág. 33.

GRÁFICO 2: Taxa de Impôsto sôbre o Patrimônio

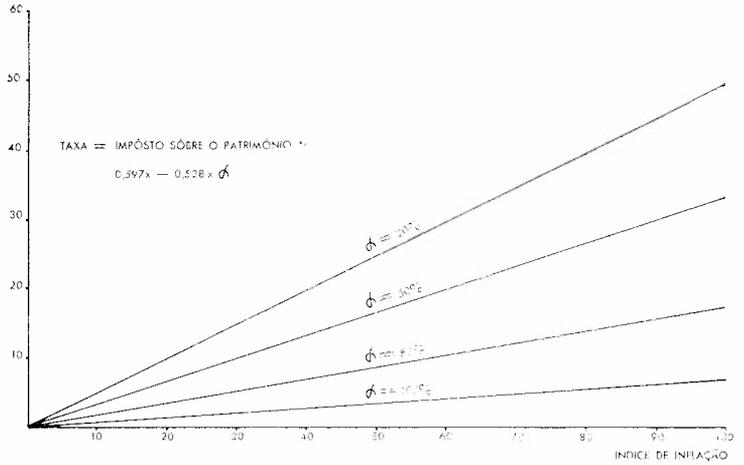
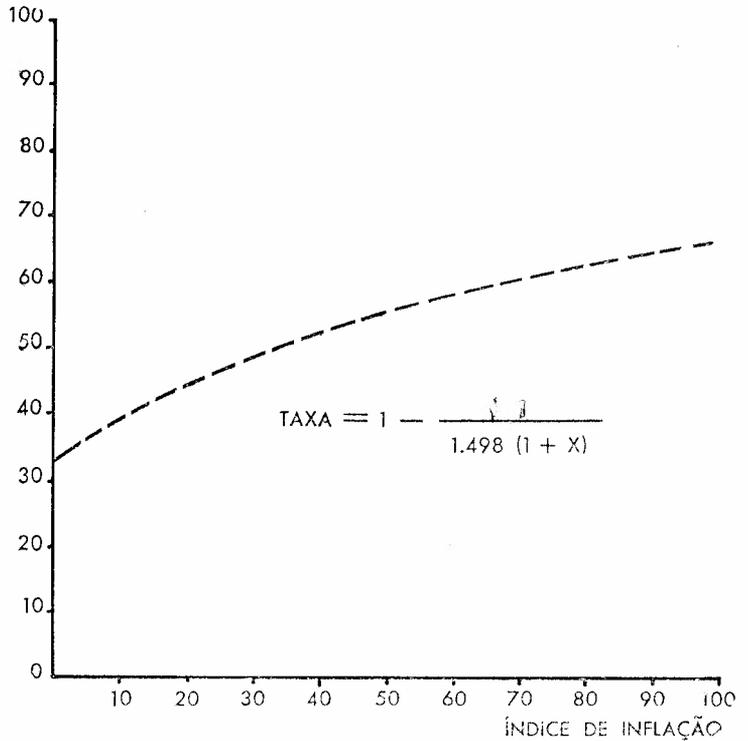


GRÁFICO 3: Taxa de Impôsto Efetivo sôbre os Lucros Reais



Entende-se por impôsto sôbre o patrimônio líquido aquêlo que recai sôbre os lucros fictícios; o impôsto sôbre a reavaliação do ativo fixo e o impôsto de renda pago sôbre os lucros fictícios necessários para a manutenção do valor do ativo circulante são exemplos dêsse tipo de tributo. Êsse impôsto nada tem que ver com os lucros reais, dependendo unicamente do montante do capital registrado e do índice de inflação.

Comparemos duas emprêsas, "A" e "B", com o mesmo patrimônio líquido e o mesmo índice ativo circulante/ativo imobilizado, num exercício com inflação da ordem de 80%. Se a Emprêsa "B" tiver possibilidade de levantar empréstimos em importância igual ao seu ativo circulante, pagará um impôsto sôbre o patrimônio de sômente 5,1%, ao passo que a Emprêsa "A", autofinanciada, pagará 41,2%. Qualquer que tenha sido a finalidade dos empréstimos, a Emprêsa "B", efetivamente, imobilizou todo o seu patrimônio líquido.

QUADRO 2: *Excmplô de Disparidade Tributária sôbre o Patrimônio Líquido*

Emprêsa "A"			
Ativo Circulante	80	Empréstimos	0
Ativo Fixo	20	Patrimônio Líquido	100
Impôsto sôbre o patrimônio = 41,2%			
Emprêsa "B"			
Ativo Circulante	400	Empréstimos	400
Ativo Fixo	100	Patrimônio Líquido	100
Impôsto sôbre o patrimônio = 5,1%			

O impôsto efetivo sôbre os lucros reais apresentado no Gráfico 3 é acrescido a êsse impôsto sôbre o patrimônio. Como se pode facilmente verificar, em havendo acentuado índice de inflação, a taxa efetiva será bem maior do que a nominal.

A fórmula derivada para o cálculo dessa taxa de impôsto teve como pressuposto que os lucros reais não seriam tão elevados a ponto de fazer com que a empresa caísse na faixa do impôsto sôbre o lucro adicional de renda. Não se trata de suposição irreal, como seria sob a antiga estrutura fiscal. Agora, por exemplo, uma companhia com 50% de seu patrimônio líquido aplicado em ativos fixos pode ter um lucro real de até 9,7%, num ano com inflação de 50%, sem se enquadrar no impôsto adicional de renda.

A opção pela compra das obrigações reajustáveis do Tesouro, em lugar do pagamento do impôsto de 5% sôbre a reavaliação, elimina efetivamente parte do impôsto sôbre o patrimônio, desde que a companhia disponha de excesso de recursos para aplicação. Como isso raramente se dá, o impôsto efetivo sôbre o patrimônio resultante da reavaliação do ativo fixo foi incluído nos cálculos aqui apresentados.

A estrutura tributária estabelece determinados incentivos para o reinvestimento, como tributação menor sôbre os lucros reinvestidos do que sôbre os dividendos pagos. Entretanto, êsses incentivos são completamente contrabalançados pelos 15% de impôsto sôbre a incorporação de reservas e pelos 30% sôbre as reservas livres em excesso ao capital registrado.

A experiência de outros países quanto às restrições sôbre a acumulação de lucros e taxação de dividendos em ações é esclarecedora. Nenhum dos países europeus (bem como nenhum da maioria dos outros países) faz restrições à acumulação de lucros, como vem indicado pelas respostas à pergunta 3 do Anexo 2.

Além do Brasil, somente o Chile e os Estados Unidos da América apresentam dispositivos restritivos; mas, nos EUA as empresas praticamente podem acumular reservas quase ilimitadamente, desde que justifiquem a finalidade comercial de aplicação desses recursos.

Quanto à tributação dos dividendos em ações, a experiência de outros países é mais variada. Embora nos EUA, na

Inglaterra, na Argentina e no Panamá não sejam tributados os dividendos em ações, todos os demais países da Europa e da América Latina que responderam ao questionário, com exceção da Alemanha, tributam essa espécie de dividendo. (*Vide* pergunta 4, Anexo 2.)

No Brasil a legislação sobre os dividendos em ações foi modificada em 1959.¹⁶ Anteriormente, os dividendos em ações sofriam tributação tanto na sociedade, como no acionista. O novo dispositivo fiscal eliminou o imposto para os acionistas, removendo assim o principal obstáculo ao desenvolvimento do mercado.

A manutenção do imposto para a sociedade anônima sobre os dividendos em ações e do imposto sobre o excesso de acumulação de reservas parece altamente questionável sob o aspecto de política fiscal. Esses impostos desencorajam a formação de capitais, numa época em que o aumento da taxa de formação de capitais é *urgentemente necessário*.

6. *O problema da falta de liquidez das bolsas*

A fraqueza do mercado brasileiro de capitais reflete-se em toda a sua significação nas bolsas, cujos negócios são de volume insignificante, em face dos padrões internacionais, e ridiculamente baixos se considerado o nível de desenvolvimento do País. Só o fato de a bolsa de Buenos Aires ser muitas vezes mais ativa do que todas as 19 bolsas brasileiras é suficiente para ilustrar o relativo atraso desse setor em nosso País.

Um dos problemas mais sérios resultantes desse atraso é a falta de liquidez das bolsas. Se a função do banco de investimentos é desenvolver o mercado primário para as novas emissões de ações, a função principal das bolsas de valores é proporcionar liquidez para as ações já existentes no mercado de capitais.

A seriedade desse problema no Brasil pode ser verificada pelo Quadro 3. De mais de 6.000 emissões registradas

16) Ordem de Serviço n.º 13, de 17 de abril de 1959.

sòmente 213 foram negociadas durante o período de dois meses compreendido de 1.^o/XII/64 a 31/I/65, com 51 negociadas em ambos os meses e sòmente 7 mais de vinte vêzes cada mês.

O número diminuto de transações do público torna-se mais acentuado quando considerado o papel dos fundos de investimentos. Sòzinho, o *Fundo Crescincó* representa vinte e cinco vêzes o valor de tôdas as transações das ações mais ativamente negociadas na bôlsa de São Paulo durante o mês de dezembro, e trinta e cinco vêzes o mesmo valor no mês de janeiro.

QUADRO 3: *Emissões Negociadas na Bôlsa Oficial de Valôres de São Paulo* ¹⁷

Número de transações por emissão		1	2-3	4-10	11-19	20-49	+ 50	Total
Número de emissões	DEZ.	70	46	19	6	5	4	150
	JAN.	52	31	14	7	4	6	114
Valor das vendas	DEZ.	4.005	...	2.743	293	251	385	7.677
	JAN.	1.192	...	2.159	115	71	464	4.000

Tomando-se por base uma estimativa conservadora, o *Fundo Crescincó* representa cinco vêzes o total do valor das transações mensais das ações mais negociadas em todo o Brasil.¹⁸ Embora seja difícil medir os efeitos dos fundos de investimentos sôbre as cotações, é fácil perceber que qualquer alteração importante na posição dos fundos poderá ocasionar a mais séria repercussão sôbre o mercado, cuja variação poderá ser julgada pelos gráficos anexos. A fraqueza do mercado secundário é devida não só à falta de procura, como à falta de oferta de ações por parte do

17) *Boletim Mensal Estatístico da Bôlsa Oficial de Valôres de São Paulo*, dezembro de 1964 e janeiro de 1965.

18) Para efeito desses cálculos as "ações mais negociadas" são as negociadas mais de dez vêzes durante o mês.

público. “O total das poupanças acumuladas pelo *Fundo Crescinco* algumas vezes não podia ser investido no mercado de ações brasileiro, porque havia inadequada oferta de boas ações no mercado. Grandes quantidades de ações eram, portanto, compradas diretamente da companhia que planejava aumentos de capital. . . Embora não planejado dessa maneira, o *Fundo Crescinco* estava, de fato, primeiro mobilizando poupanças e depois procurando adequadas oportunidades de investimento.”¹⁹

Embora a razão principal da falta de liquidez das bolsas seja a fraqueza subjacente do mercado de ações, devida a uma legislação inadequada, a própria estrutura das bolsas não pode escapar a certa crítica.

Disciplinadas pelo Decreto-Lei n.º 1.344, de 1939, com o monopólio da negociação de “valôres”, as bolsas são órgãos semi-oficiais, sob a autoridade do titular da Secretaria da Fazenda de cada estado, que aprova os regimentos internos e recomenda as pessoas que deverão preencher as vagas verificadas. Existindo em todos os estados, menos dois, têm influência nacional, favorecida pelo dispositivo legal, de 1946, que obriga tôdas as sociedades anônimas a terem suas ações registradas na bolsa mais próxima.

Não admira, pois, que em fins de 1961 já fôsse de 6.422 o número de sociedades anônimas com ações registradas na bolsa de São Paulo, aproximadamente cinco vezes o número das que têm suas ações transacionadas na congênera de Nova Iorque.

7. Os distribuidores de ações

Alguns acham que as bolsas falharam em proporcionar liquidez ou em promover o potencial dos negócios em ações que o mercado brasileiro comporta, porque têm excesso de privilégios legais.

19) “*IBEC's Role in Brazil's Capital Markets*”, *Harvard Business School*, Caso n.º ICR 224, 1962, pág. 2.

Na verdade, há pouco incentivo para os corretores promoverem a liquidez, além do que não é essa a sua função principal. Exceção feita quanto às ações mais ativas nos mercados altamente desenvolvidos, a liquidez não é mantida pelos corretores, mas pelos distribuidores (*dealers*). São empresas cujo estoque é constituído de ações, estando prontas tanto para comprar como para vender, realizando seu lucro pela pequena margem entre o preço de compra e o de venda. (Exemplo dêsse sistema de funcionamento é o do mercado paralelo de câmbio.)

A importância dos distribuidores, mesmo num mercado de ações desenvolvido, é evidenciada nos Estados Unidos da América, onde as bolsas se utilizam dos serviços de distribuidores especialistas em promover o mercado para as ações. Além disso, é fato reconhecido que o mercado fora de bolsa (*over-the-counter*) dos distribuidores excede o volume total transacionado nas bolsas oficiais. Na Europa, onde os distribuidores independentes são mais raros, a função de “fazer o mercado” é partilhada pelos grandes bancos particulares e pelos próprios corretores.

Além da pequena dimensão do mercado, a organização das bolsas não é favorável ao aparecimento dos distribuidores. Há um pregão por dia, quando as ações são negociadas em ordem preestabelecida, de maneira que o mercado existe para determinada ação somente por alguns minutos diários.

O mercado de capitais necessita de distribuidores que irão empreender o esforço pioneiro de fazer o mercado e aumentar a liquidez das ações. Se os corretores oficiais não estiverem capacitados ou mesmo desejosos de realizar essa função, o incipiente mercado fora de bolsa deverá ser reconhecido por lei. No momento não é às companhias de investimentos que compete fazer o mercado, embora possam realizar o *underwriting* e a distribuição de ações.

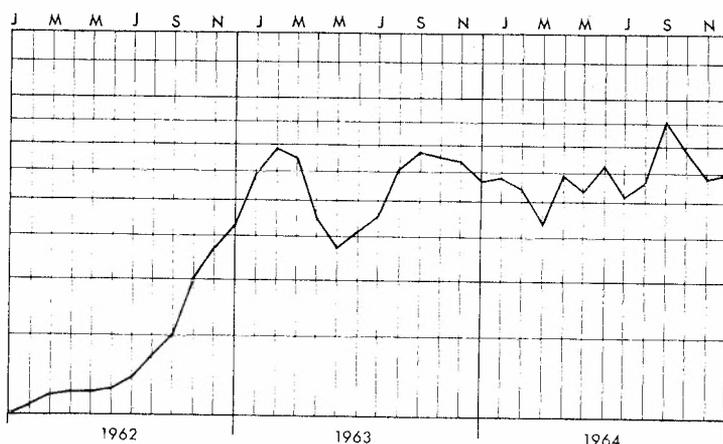
8. Observações finais quanto às "bolsas de valores"

Como constituem a parte mais importante do mercado de capitais, as bolsas são às vezes consideradas como culpadas pelos males de todo o mercado. Crítica mais judiciosa, entretanto, considerando o monopólio de que as bolsas desfrutam, sua participação no mercado de câmbio, a obrigatoriedade do registro e cotação das ações, concluiria que as bolsas não foram muito ativas na promoção da idéia do investimento em ações ou no desenvolvimento do enorme potencial que a participação do público no capital das empresas representa. Porque, então, as bolsas não exerceram papel mais dinâmico no desenvolvimento do mercado de capitais?

A resposta fácil para essa crítica é que, como o indicam os dados estatísticos sobre as transações, existe pouco interesse do público por ações, e as atuais taxas de comissões não possibilitam incentivos ou meios pelos quais os corretores possam empreender o grande esforço necessário para vitalizar o mercado de capitais.

GRÁFICO 4: Índice B/V de Cotações

(Médias mensais)

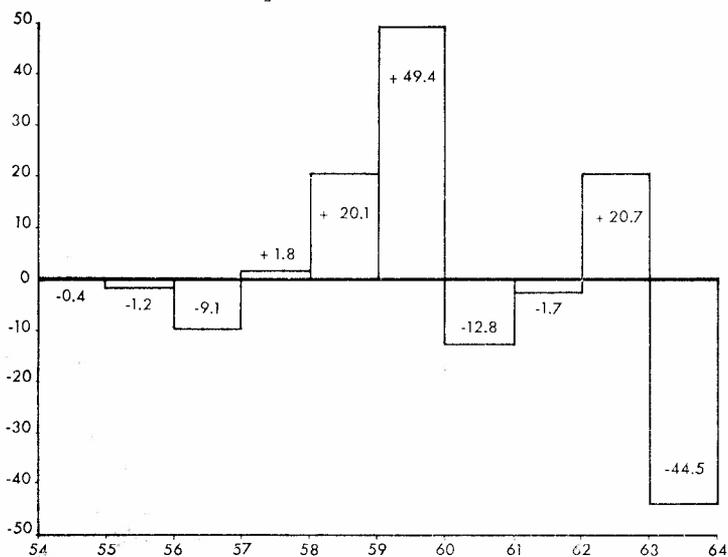


FONTE: Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.

Assim, é preciso verificar se realmente existe um mercado de ações que possa ser desenvolvido pelos corretores. Os problemas mencionados anteriormente indicam que o mercado atual está limitado por fatores externos, que reduzem tanto o interesse do público pela compra de ações, como o das empresas em oferecê-las ao público.

Esses fatores explicam porque as bolsas não foram bem sucedidas no desenvolvimento de um mercado verdadeiramente ativo, mas não justificam a não realização de melhor tentativa nesse sentido. A falta de iniciativa dos corretores pode, talvez, ser explicada pelo vigente sistema de comissões e privilégios.

GRÁFICO 5: *Comparação do Aumento das Cotações com o Aumento Geral de Preços*



FONTE: *Conjuntura Econômica*.

A simples reestruturação das bolsas nos moldes de outras melhor sucedidas não irá necessariamente resolver o problema de incentivos. O fato, por exemplo, de que poucos corretores mantêm serviços de informações para os clien-

tes ou cadastro sôbre as companhias mais importantes, e o de que muitos se baseiam em informações meramente verbais sôbre lucros, embora lamentáveis, são compreensíveis. Isso é, em parte, consequência das deficiências das práticas contábeis vigentes quanto à apresentação dos resultados de exercício, que raramente fornecem informações suficientes e seguras para que se possam tomar inteligentes decisões sôbre investimentos; resulta, por outro lado, das baixas taxas de comissões.

A taxa atual de comissões, de somente meio por cento, torna pouco atraente para os corretores promover o interesse público ou a contratação e treinamento de uma assessoria de "contatos" para desenvolver o escritório em grande escala.

Aos corretores deverão ser dados tanto os meios como os incentivos, caso se queira que as bôlsas se tornem elemento dinâmico do mercado de capitais. O que parece ser necessário é uma combinação de comissões mais elevadas, com menores privilégios. Outra medida curial seria separar as operações de câmbio das operações de ações, reservando-se ao corretor a liberdade de escolher seu campo específico.

ANEXO 1

QUESTIONÁRIO SOBRE EMISSÃO DE AÇÕES A PREÇOS ACIMA DO VALOR NOMINAL (COM ÁGIO)

1. A legislação das sociedades anônimas de seu país assegura a todos os acionistas o direito de preferência na subscrição de qualquer aumento de capital na proporção das ações possuídas?
2. Esse direito de preferência é limitado aos aumentos de capital com chamadas em dinheiro, ou é aplicável também aos aumentos de capital por incorporação de reservas ou resultantes da reavaliação do ativo fixo?
3. A legislação de seu país permite a emissão de ações com ágio?
4. A legislação de seu país garante aos acionistas o direito de subscrição às novas chamadas de capital pelo valor *nominal* das ações, ou permite que, por maioria em assembléia extraordinária, seja determinado qualquer preço que se julgue possa ser absorvido pelo mercado?
5. É prática habitual em seu país a emissão de ações com ágio?
6. É o ágio na venda de ações considerado como receita normal da sociedade e, conseqüentemente, tributado como lucro?
7. Está a par de quaisquer restrições em seu país sobre o preço a ser cobrado por novas emissões de ações?
8. A legislação ou a prática contábil de seu país determina como o ágio na venda de ações acima do valor nominal deva ser contabilizado pela sociedade emitente?
9. Se prescrito, qual o tratamento contábil a ser dado?
10. Os recursos obtidos pela venda de ações com ágio podem ser utilizados no pagamento de dividendos?
11. Se afirmativa a resposta à pergunta 10, a legislação ou a prática contábil de seu país estabelece que seja identificada a origem desses dividendos?
12. A legislação de seu país estabelece uma relação a ser mantida entre o capital registrado e o total das reservas mais os lucros acumulados?
13. Existem limitações legais ao valor do ágio a ser cobrado acima do valor nominal da ação?
14. São tributáveis os dividendos pagos em ações? Em caso afirmativo, qual a taxa e quem deve pagar o impôsto — a sociedade ou o acionista?

NOTA: As perguntas 2, 4, 7 e 13 parecem ter causado certa dificuldade ou confusão; conseqüentemente, para análise e comparação não foram consideradas no Anexo 2.

COMENTÁRIOS AO PROJETO DE LEI SÔBRE O MERCADO DE CAPITAIS

O projeto de lei sôbre o mercado de capitais que está sendo apreciado pelo Congresso contém várias das modificações aqui aventadas, bem como outras resultantes do estudo comparativo de sistemas legais de outros países.

Dentre os novos conceitos, instrumentos ou mecanismos mais importantes introduzidos pelo projeto de lei, que deverão ser de valia permanente para o desenvolvimento do mercado financeiro ou de capitais, podemos citar os seguintes:

- O ágio na venda de ações constitui capital excedente e não é tributável como lucro.
- Capital autorizado mas não subscrito.
- Debêntures conversíveis.
- Ações em tesouraria.
- Transferência de ações por endosso (ações nominativas endossáveis).
- Certificados de ações transferíveis.
- Nôvo critério para o registro de ações em bolsa.

O nôvo projeto de lei contém outros dispositivos de valor mais questionável. O conceito da correção monetária aplicado às debêntures ou obrigações das sociedades anônimas, ainda que de possível consideração sob o aspecto da teoria econômica, talvez não venha a funcionar na prática. Parece que com relutância irão os tesoureiros das sociedades anônimas recomendar que se venha a assumir uma obrigação cujo custo não possa ser avaliado antecipadamente.

O requisito para que os corretores e os fundos de investimentos venham a organizar-se sob a forma de sociedade anônima parece desnecessário, senão prejudicial. Com relação às bolsas de valores, o projeto pretende retirar-lhes os privilégios das operações de câmbio, bem como do monopólio da negociação de ações. Embora êsses privilégios pudessem parecer injustificáveis, sua perda deverá ser compensada por apreciável aumento das taxas de comissões, o que irá proporcionar aos corretores os meios e incentivos para realizar uma função mais dinâmica no desenvolvimento do mercado de capitais.

Se as comissões não forem aumentadas, as bolsas poderão tornar-se inoperantes, e o nível dos serviços irá declinar seriamente. A consequência seria um passo para trás no processo de desenvolvimento do mercado de capitais. O projeto de lei aumenta bastante a autoridade do Governo Federal sôbre as

instituições ligadas ao mercado de capitais. Ao Banco Central da República e ao Conselho Monetário Nacional é dado grande poder de intervenção sobre todas as instituições financeiras intermediárias que agora dependem desses órgãos tanto para entrar em funcionamento, como para permanecer em operações. Pela primeira vez assume o Governo o poder de regular as condições de oferecimento de ações ao público. É novidade no Brasil o papel do Governo como guardião do interesse público quanto ao mercado de capitais; e a autoridade atribuída ao Banco Central e ao Conselho Monetário Nacional é acompanhada de grande responsabilidade.

Importante óbice ao efetivo funcionamento do novo sistema poderá ser a falta de pessoal qualificado para pôr em execução a extensa regulamentação prevista pelo novo projeto. Existe perigo efetivo de que a autoridade seja delegada a pessoal que não tenha nem entendimento conceptual, nem experiência relacionada com a complexidade do mecanismo do mercado de capitais.

Se o Governo tentar executá-lo decididamente, o novo projeto de lei poderá provocar acentuado efeito prejudicial sobre as instituições financeiras por meio das quais, embora imperfeitas como possam ser, o mercado de capitais deverá ser criado no futuro.

Enfim, o disciplinamento do mercado brasileiro de capitais deveria ter sido realizado há muito tempo. O desenvolvimento desse setor da economia ficou muito aquém do desenvolvimento econômico geral. Embora a inflação e a instabilidade política sejam em parte responsáveis por esse retardamento, os obstáculos fiscais e legais apontados neste artigo também o influenciaram sobremaneira.

Se o Brasil deseja conseguir novamente a necessária taxa de crescimento sem extrema inflação, deverá aumentar muito o índice de poupança voluntária. Isso será impossível sem um importante aperfeiçoamento no sistema institucional usado para atrair, captar e aplicar essas poupanças. Mesmo com a remoção dos obstáculos mencionados, a tarefa por realizar não será das mais fáceis.

Embora a nova lei de reforma do mercado de capitais, muito venha a contribuir para permitir e encorajar o desenvolvimento desse setor vital de economia, esse desenvolvimento, em última análise, irá depender do trabalho decidido e pioneiro dos membros da comunidade financeira. Somente com esses esforços poderá o Brasil construir uma sólida estrutura financeira, necessária para a reconquista e manutenção dos índices de desenvolvimento econômico do passado.